

Boekbespreking

Vermogensmarkt en ondernemingsdoel in de financieringstheorie

Dissertatie

Dr. F.M. Tempelaar

Eind vorig jaar promoveerde de heer F.M. Tempelaar aan de Rijksuniversiteit te Groningen tot doctor in de Economische Wetenschappen op een proefschrift getiteld 'Vermogensmarkt en ondernemingsdoel in de financieringstheorie'. Getuige zijn inleiding beoogt de auteur in zijn dissertatie 'de economisch-theoretische grondslag van de waardemaximalisatie als doelstelling van ondernemingen' te onderzoeken (p. 12). Deze doelstelling pleegt in leerboeken op financierings- en beleggingsgebied reeds in het eerste hoofdstuk aan de lezer te worden voorgeschoteld. De auteurs van vrijwel alle leerboeken zijn het erover eens, dat ondernemingen niet (behoren te) streven naar maximalisatie van bijvoorbeeld de boekwaarde maar naar maximalisatie van de marktwaarde, dat wil zeggen de waarde op de vermogensmarkt. Deze markt omschrijft Tempelaar als 'een markt waar rechten op toekomstige (onzekere) uitkeringen worden verhandeld' (p. 15). Veel minder eensgezindheid bestaat over de vraag welke marktwaarde dient te worden gemaximaliseerd. Is dit de marktwaarde van het ondernemend of *eigen* vermogen (dat wil zeggen de marktwaarde van de uitstaande aandelen) of is dit de marktwaarde van het *totale* vermogen (met andere woorden de marktwaarde van het eigen plus het vreemd vermogen, kortom de marktwaarde van de onderneming)? Het moge duidelijk zijn dat dit geen academisch woordenspel is: de aandeelhouders kunnen zich op diverse wijzen verrijken ten koste van de verschaffers van het vreemd vermogen. In de Anglo-Amerikaanse leerboeken gaat het, zo toont Tempelaar aan, 'per saldo om de maximalisatie van de marktwaarde van de onderneming en zodoende om de maximalisatie van de marktwaarde van de uitstaande aandelen van de onderneming': Dit is alleen juist voor zover 'waardemaximalisatie van de aandelen niet ten koste van andere vermogensverschaffers zal worden nagestreefd' (p. 22). In Nederlandse leerboeken blijkt het maximaliseren van de marktwaarde een minder vooraanstaande rol te spelen. Wellicht laat deze discrepantie zich verklaren uit verschillen tus-

sen de economische stelsels van de betrokken landen.

Allereerst volgt thans een globale samenvatting van de hoofdstukken 2 tot en met 6, waarna ik mijn mening over Tempelaars dissertatie zal geven.

In hoofdstuk 2, getiteld 'Waardemaximalisatie onder de veronderstelling van zekerheid', stelt Tempelaar de analyse van Fisher en Hirshleifers toelichting hierop aan de orde. Hierbij wordt uitgegaan van een model, dat zich onder meer kenmerkt door een planningshorizon van één periode en door volledige zekerheid omtrent de uitkomsten na die ene periode. Het is dan mogelijk om de binnen een onderneming genomen investeringsbeslissingen te scheiden (separeren) van de beslissingsprocessen in de consumptieve sfeer. Dit houdt in dat er eenstemmigheid (unanimiteit) moet bestaan inzake de maatstaf om de optimale omvang van de investeringen vast te stellen.

Deze maatstaf luidt: maximaliseer de netto contante waarde van de uit te voeren investeringen. Vervolgens toont Tempelaar aan, dat het voorgaande betoog slechts opgaat indien sprake is van een perfecte vermogensmarkt. Zo'n markt wordt onder andere gekarakteriseerd door atomistische concurrentie, kosteloze informatie en afwezigheid van transactiekosten (p. 44). Marktimperfecties, zoals transactiekosten, kunnen roet in het eten gooien. Dergelijke kosten leiden er namelijk toe dat het interestpercentage van bijlenen groter wordt dan dat van uitlenen. Hierdoor is niet langer sprake van separatie en unanimiteit.

Hoofdstuk 3 'Elementaire analyse onder onzekerheid', waarin onzekerheid omtrent de toekomst wordt geïntroduceerd, start met het uiteenzetten van het time-state preference model dat is voortgekomen uit de geschriften van Arrow en van Debreu. Binnen dit éénperiode model komt de onzekerheid tot uiting in de verschillende situaties, elk met hun eigen uitkomst, die zich aan het einde van de periode kunnen voordoen. Er is sprake van separatie en unanimiteit indien de vermogensmarkt niet alleen perfect doch tevens compleet is. 'In algemene termen kan een markt compleet worden genoemd, indien het mogelijk is alle te onderscheiden objecten die voor de subjecten van belang zijn ... via die markt te ruilen, in elke gewenste onderlinge combinatie' zo stelt Tempelaar (p. 75). Vervol-

gens komt de financieringskwestie aan de orde. Op een perfecte en complete vermogensmarkt wordt de marktwaarde van de onderneming evenwel bepaald door het investeringsresultaat en niet door de financieringsstructuur, die hooguit bepalend is voor de verdeling van dit resultaat. Tenslotte gaat de auteur na welke de gevolgen zijn van imperfecties en incompleetheid.

'Perfectie en compleetheid van de vermogensmarkt' is de titel van hoofdstuk 4. Tempelaar gaat thans dieper in op de inhoud van het begrippenpaar 'perfect' en 'compleet' alsmede op de samenhang tussen de beide begrippen. Het laatste laat zich duidelijk illustreren aan de hand van zijn naderhand onderbouwde opmerking: 'op een volledig perfecte markt zal een heersende incompleetheid niet blijvend behoeven te bestaan' (p. 136). Imperfecties, zoals belemmeringen bij het doen van transacties, kunnen echter leiden tot incompleetheid van de vermogensmarkt. Vervolgens analyseert de auteur het begrip prijs-onafhankelijkheid (dat wil zeggen de prijzen zijn onafhankelijk van de verrichte transacties) als uitvloeisel van volledige mededinging in combinatie met de voorwaarde van een constante spanning (volgens welke er geen wijziging optreedt in de incompleetheid van de vermogensmarkt).

Hoofdstuk 5 draagt als titel 'Waardemaximalisatie bij incompleetheid en imperfectie van de vermogensmarkt'. Dit hoofdstuk beziet een aantal interessante ontwikkelingen in de literatuur rond unanimité inzake de maximalisatie van de vermogensmarktwaarde als ondernemingsdoel. In dit kader passeert onder andere het, bij studenten zo beruchte, 'Capital Asset Pricing Model' (CAPM) de revue. Het blijkt echter dat bij het CAPM de spanningvoorwaarde, zoals geïntroduceerd in hoofdstuk 4, irrelevant is. Met andere woorden, bij dit model doet het al dan niet compleet zijn van de vermogensmarkt niet terzake. Aan het einde van hoofdstuk 5 somt Tempelaar de voorwaarden op voor unanimité bij de aandeelhouders over het maximaliseren van de marktwaarde als richtsnoer voor het ontplooiën van ondernemingsactiviteiten. Hier toe behoren onder meer het nastreven van nutsmaximalisatie door de aandeelhouders, afwezigheid van fricties op de vermogensmarkt en prijs-onafhankelijkheid.

'Maximalisatie van de vermogensmarktwaarde als ondernemingsdoel', hoofdstuk 6, start met een beschouwing rond de betekenis van veronderstellingen bij de theorievorming,

waarover Friedman reeds jaren geleden een aantal behartenswaardige uitspraken heeft gedaan. 'Het realiteitsgehalte van veronderstellingen doet niet ter zake. Zij dienen slechts om implicaties te genereren' zo redeneert Tempelaar in het verlengde van Friedmans betoog (pp. 251-252). Dit is een correcte redenering waarvan vele studenten, die het nut van theorieën en modellen plegen af te meten aan het aantal veronderstellingen waarop zij zijn gebaseerd en niet aan hun rol bij het doen van voorspellingen, nog wat kunnen leren. De bedrijfseconomie, waarvan de leer van de ondernemingsfinanciering deel uitmaakt, houdt zich echter niet alleen of in de eerste plaats bezig met voorspellen maar veel meer met verklaren. Daarenboven dient de leiding van een onderneming bij het uitstippelen van haar beleid met meer facetten rekening te houden dan met de vermogensmarkt. De doelstelling: maximalisatie van de waarde van de onderneming op de vermogensmarkt, vormt dan ook geen geschikte leidraad voor het vaststellen van het ondernemingsbeleid in de praktijk. Hierdoor is, aldus Tempelaar, een kloof ontstaan tussen de theorie en de praktijk van de ondernemingsfinanciering.

Na deze samenvatting zal ik mijn mening over het proefschrift formuleren. Het lijkt mij niet dat Tempelaar zijn onderzoek is gestart met het vooropgezette plan om een proefschrift te gaan schrijven. Veeleer lijkt het erop dat zijn persoonlijke doel bestond uit het tot op de bodem uitdiepen van de problemstelling zoals verwoord in de inleiding. Dit valt af te leiden uit de, van interesse voor het vakgebied getuigende, zijpaden die Tempelaar heeft bewandeld en uit de boeiende intermezzo's die in zijn proefschrift zijn verwerkt. Hij presenteert zijn onderzoek op een manier die, zoals hij zelf opmerkt, 'nogal didactisch van aard is' (zie p. 13). Onder meer komt dit naar voren in de eenvoudige manier waarop hij ingewikkelde vraagstukken uiteenzet en in de systematische en stapsgewijs gecompliceerder wordende opzet van zijn studie. Toch is als eindprodukt geen boek ontstaan dat zich ervoor leent om in één adem te worden uitgelezen: daarvoor is het te omvangrijk en bevat het teveel voetnoten waarin essentiële toelichtingen en opmerkingen zijn opgenomen. De didactische waarde zou intussen nog verder kunnen worden verhoogd door het opnemen van een trefwoordenlijst en door het plaatsen van opschriften bij de figuren.

Voor zover het mij als een recensent is toege-

staan om ook iets op te merken over de persoon van de jonge doctor zou ik het volgende willen beweren. Afgaande op zijn dissertatie, waarin nauwelijks typefouten (een uitzondering die deze regel bevestigt is te vinden op p. 251, regel 7 van onder) en direct in het oog springende fouten in de gevolgde redeneringen of formuleringen voorkomen, lijkt hij mij een nauwgezet werker. Bovendien is hij zeker niet beducht om in de literatuur als ingewikkeld afgeschilderde onderwerpen aan te vatten. Hiervoor is een forse dosis volharding vereist.

Gedurende zijn speurtocht naar in de literatuur voorkomende ondernemingsdoelstellingen, waarvan hij in zijn inleiding verslag doet, heeft Tempelaar zeer vele welbekende leerboeken geraadpleegd. Ik moest diep in de boekenkast duiken om enkele, overigens minder bekende, boeken te vinden, die niet in zijn literatuurlijst voorkwamen. Het werk van Henderson, Trennepohl en Wert behoort hier toe. Zij schrijven: 'The unifying principle of financial management is that all financial decisions should maximize the value of the firm.' Dit is in overeenstemming met het merendeel van de andere Anglo-Amerikaanse boeken. Interessant is echter hun toevoeging: 'Depending on how well we can specify the problem, we use one of the hierarchy of internally consistent, value-maximizing models. The hierarchy is as follows: minimize costs; maximize profits; maintain firm value; maximize firm value. Whenever possible, financial models are applied as far down the list as possible' (Henderson, Trennepohl en Wert 1984, p. 7). Keown, Scott, Martin en Petty schrijven daarentegen: 'In our work we will designate the goal of the firm to be maximization of shareholder wealth, by which we mean maximization of the market value of the firm's common stock' (Keown, Scott, Martin en Petty 1985, p. 2). Gitman lijkt de ondernemingsdoelstelling in eerste aanleg wat ruimer te willen omschrijven, maar blijkt het uiteindelijk toch met Keown en diens mede-auteurs eens te zijn. Hij betoogt namelijk: 'The goal of the financial manager should be to achieve the objectives of the firm's owners the maximization of wealth a stockholder's (owner's) wealth in the firm at any point in time is measured by the market price of his or her shares the financial manager's goal should be to maximize the market price of the stock, and thus the stockholder's wealth' (Gitman 1985, p.9). Een handboek dat waarschijnlijk van te recente datum is om doelwit te kunnen zijn

geweest van Tempelaars speurwerk is dat van Ben-Horim. Deze auteur redeneert als volgt: 'It is widely accepted that the maximization of existing stockholder's wealth meets the requirements of a proper objective for the business firm maximization of existing stockholder's wealth is tantamount to the maximization of the market value of the firm's share price or the firm's total value' (Ben-Horim 1987, p. 8). Het blindelings toepassen van de door Keown e.a. en door Gitman gepropageerde doelstelling: maximaliseer de marktwaarde van 'the (firm's common) stock' kan er toe leiden dat de onderneming uitsluitend wordt gefinancierd met eigen vermogen. Voordelen van het gedeeltelijk financieren met vreemd vermogen, zoals een lagere en bovendien fiscaal aftrekbare vergoeding, kunnen dan niet worden gerealiseerd. Hoogstwaarschijnlijk is dit niet de bedoeling van de doelstelling zoals geformuleerd door de zojuist genoemde schrijvers. Daarom ben ik de mening toegedaan dat het ook in deze Anglo-Amerikaanse leerboeken uiteindelijk gaat om het maximaliseren van de marktwaarde van de onderneming ten behoeve van de aandeelhouders.

Het voorgaande overziend kan ik stellen dat Tempelaar een degelijk stuk wetenschappelijk werk heeft verricht en dat zijn proefschrift een reële bijdrage vormt tot de gedachtenvorming op het vakgebied van de financiering en belegging.

A. C. C. Herst

Literatuur

- Ben-Horim, M. *Essentials of corporate finance*. Allyn and Bacon, Boston, 1987.
- Gitman, L.J., *Principles of managerial finance*, Harper & Row, New York, 1985.
- Henderson, G.V., G.L. Trennepohl en J.E. Wert, *An introduction to financial management*, Addison-Wesley, Reading, 1984.
- Keown, A.J., D.F. Scott, J.D. Martin en J.W. Petty, *Basic Financial Management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1985.

Boekbespreking

J.J. Krabbendam,
Nieuwe Technologieën en Organisatorische
Maatregelen. De praktijk van flexibele fabri-
cagesystemen

FEBO - Enschede,
1988
Prijs f 40,-

Dit boek behandelt flexibele fabricagesyste-
men voor verspanende bewerkingen (Flexible
Manufacturing Systems, afgekort FMS) en
sluit goed aan bij het recentelijk verschenen
boek van J.A.M. Willenborg over flexibele
automatisering en organisatie. De inleiding
geeft een globale beschrijving van de vele
veranderingen in technologieën, concurrentie
en markteisen die de laatste decennia hebben
plaatsgevonden. Aangegeven wordt, dat be-
drijven met nieuwe technologieën weliswaar
veel aan concurrentiekracht kunnen winnen,
maar dat voor de succesvolle introductie van
dergelijke technologieën wel een aantal orga-
nisorische maatregelen nodig zijn. Doel van
het boek is een model aan te reiken, met
behulp waarvan aangegeven kan worden wel-
ke specifieke maatregelen in de praktijk
genomen dienen te worden.

Hoofdstuk 2 is een theoretische beschouwing
over de verbanden tussen technologieën, pro-
cessen en organisatiebesturing en de rol van de
mens. Van hieruit wordt ingegaan op de ratio-
nele en niet-rationele aspecten van besluitvor-
mingsprocessen rond het kiezen van stuur-
mechanismen voor de organisatie. Ervan uit-
gaande dat de invoering van nieuwe technolo-
gieën kan worden opgevat als een vorm van
adaptieve en strategische besturing,
wordt in hoofdstuk 3 het besturingsmodel
beschreven. In het model worden de te nemen
stuurmaatregelen onderscheiden in 5 cate-
gorieën, te weten maatregelen gericht op men-
sen, produktiemiddelen, processen en organi-
satorische regelingen.

In hoofdstuk 4 wordt de veelheid aan be-
grippen die rond een onderwerp als FMS aan
de orde komt, kort uitgelegd. Daarbij gaat het
om zaken als flexibiliteit, kosten en kwali-
teitsbeheersing. Vervolgens worden de onder-

zochte bedrijven in hoofdstuk 5 kort beschre-
ven. Interessant daarbij is het overzicht dat
gegeven wordt van de vergelijking tussen FMS
en conventionele produktiemiddelen bij elk
der 5 bedrijven. Het overzicht geeft duidelijk
aan, hoe complex een dergelijke vergelijking
is. Het laat bijvoorbeeld ook goed zien dat
FMS niet alle vormen van flexibiliteit bevor-
dert. Opvallend zijn ook de sterk afgenomen
instelkosten, maar daartegenover de sterk toe-
genomen onderhoudskosten van FMS ten
opzichte van conventionele produktiemidde-
len. Hieruit blijkt ook de vaak genoemde grote
complexiteit van FMS systemen.

De beschrijving van de invoering van FMS is
zeker interessant voor huidige en toekomstige
gebruikers van FMS. Ook het overzicht van de
beoogde doelen van de FMS systemen bij de 5
bedrijven is van belang. Opvallend hierbij is,
dat de systemen blijkbaar vooral ingevoerd
worden vanuit overwegingen om de produk-
tiekosten te verlagen en in veel mindere mate
om beter in te kunnen spelen op markteisen of
om de produktiebeheersing te verbeteren.

Nadat in hoofdstuk 7 de volgens het model te
nemen maatregelen bij invoering van FMS
zijn besproken, volgt in hoofdstuk 8 een over-
zicht van de werkelijk gerealiseerde doelen.
Interessant is, dat de beoogde doelen maar ten
dele bereikt zijn. De bespreking van de
genomen maatregelen en de situatie na invoe-
ring van FMS systemen geeft goed weer hoe
ingrijpend processen, technologieën, midde-
len en de inzet van mensen zijn veranderd. Als
zodanig blijkt ook hier weer overduidelijk, dat
de invoering van dit soort nieuwe technolo-
gieën slechts in beperkte mate een technologi-
sch vraagstuk is.

Kort samengevat geeft het boek een goed lees-
bare en duidelijke beschrijving van de invoe-
ring van FMS systemen en is daarmee zeer aan
te bevelen literatuur zowel voor studenten
bedrijfskunde, als voor staffunctionarissen en
managers in de metaalverwerkende indus-
trie.

Prof. T. Kumpe